

# Mối quan hệ giữa giới tính và thù lao giám đốc điều hành: Bằng chứng thực nghiệm từ các công ty niêm yết trong lĩnh vực bất động sản tại Việt Nam

TRẦN PHI LONG\*  
HOÀNG THỊ HỒNG NGỌC\*\*  
NGUYỄN TRUNG KIÊN\*\*\*

## Tóm tắt

Bài viết kiểm tra mối quan hệ giữa giới tính và thù lao giám đốc điều hành (CEO). Mẫu nghiên cứu bao gồm các công ty hoạt động trong lĩnh vực bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong khoảng thời gian từ năm 2012 đến năm 2019. Sử dụng phương pháp hồi quy các nhân tố cố định và phương pháp hồi quy moment tổng quát hệ thống (SGMM), kết quả nghiên cứu cho thấy, nữ CEO có thù lao cao hơn nam CEO. Kết quả nghiên cứu hàm ý rằng, Việt Nam đã phần nào thành công trong việc làm giảm bớt sự bất bình đẳng giới về thu nhập trong thời gian qua.

**Từ khóa:** giới tính, thù lao, giám đốc điều hành, bất bình đẳng giới

## Summary

This research aims to examine the relationship between gender and compensation of chief executive officer (CEO). The sample comprises real estate enterprises listed on Vietnam's stock market from 2012 to 2019. Employing the fixed effect regression and simulated generalized method of moments (SGMM), the research indicates that female CEOs gain higher compensation than male CEOs. This finding implies that Vietnam has been partly successful in reducing income inequality by gender in recent years.

**Keywords:** gender, compensation, CEO, gender inequality

## GIỚI THIỆU

Các đề tài nghiên cứu về thu nhập của CEO luôn nhận được sự quan tâm của các học giả trên thế giới. CEO là người điều hành công ty và là người đóng vai trò quan trọng đối với sự thành công của một doanh nghiệp. Do đó, CEO cần phải dành phần lớn thời gian của mình để điều hành công ty, đặc biệt trong các giai đoạn khi công ty gặp khó khăn. Chính vì thế, một mức thù lao xứng đáng sẽ làm cho các CEO có thể tập trung hơn vào công việc của mình. Do đó, nhóm tác giả thực hiện nghiên cứu mối quan hệ giữa giới tính và thù lao CEO, trường hợp các công ty niêm yết trong lĩnh vực bất động sản ở Việt Nam.

## CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

### Cơ sở lý thuyết

Trên thế giới, các nghiên cứu về giới tính CEO là không mới. Faccio và cộng sự (2016) chỉ ra rằng, nữ CEO thường sử dụng đòn bẩy tài chính ít hơn so với nam CEO. Bên cạnh đó, lợi nhuận của các công ty do nữ CEO điều hành thường có sự biến động ít hơn và các công ty này cũng có khả năng bị phá sản thấp hơn so với các công ty do nam CEO điều hành. Kết quả nghiên cứu của Zeng và Wang (2015) cho thấy, nữ CEO nắm giữ nhiều

\* TS., \*\* ThS., Viện Ngân hàng - Tài chính, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

\*\*\* ThS., Bộ Kế hoạch và Đầu tư

Ngày nhận bài: 01/7/2021; Ngày phản biện: 10/7/2021; Ngày duyệt đăng: 15/7/2021

tiền mặt hơn nam CEO và quan tâm nhiều hơn đến động cơ dự phòng, đồng thời quan tâm ít hơn đến chi phí cơ hội khi nắm giữ tiền mặt. Theo Khan và Vicito (2013), nữ CEO điều hành công ty thường mang lại hiệu quả hoạt động tốt hơn. Như vậy, các nghiên cứu trên đều ngụ ý, công ty do nữ CEO điều hành thường có hiệu quả hoạt động tốt hơn và ít rủi ro hơn so với các công ty do nam CEO điều hành.

Liên quan đến mối quan hệ giữa giới tính và thù lao CEO, đã có một số nghiên cứu được thực hiện nhưng kết quả rút ra lại không được đồng nhất. Có một vài nghiên cứu chỉ ra rằng, nữ CEO có thu nhập thấp hơn nam CEO. Theo Lam và cộng sự (2013), nữ CEO thường có mức thù lao ít hơn so với nam CEO. Mohan và Ruggiero (2003) sử dụng phương pháp kiểm định phi tham số cho 47 cặp nam - nữ CEO tại các công ty niêm yết ở Hoa Kỳ đã đưa ra kết luận, nếu thù lao bao gồm quyền chọn mua cổ phiếu, thì nữ CEO có thù lao thấp hơn nam đồng nghiệp.

Ngược lại, có những nghiên cứu khẳng định, nữ CEO thường có mức thù lao không khác hoặc thậm chí cao hơn so với nam đồng nghiệp. Bertrand và Hallock (2001) chỉ ra, nữ CEO trong mẫu nghiên cứu của họ có thu nhập cao gấp khoảng 1,75 lần nam CEO. Adams và cộng sự (2007) cung cấp bằng chứng thực nghiệm cho thấy, trước khi trở thành CEO, thì nữ giới có thù lao không cao bằng nam giới. Tuy nhiên, sau khi được bổ nhiệm làm CEO, thì nữ giới lại có thu nhập cao hơn nam giới vào khoảng 16% đến 17%.

Trong khi đó, các nghiên cứu của Bugeja và cộng sự (2012), Jordan và cộng sự (2007) lại không tìm ra sự khác biệt giữa thu nhập của nữ CEO và nam CEO.

Tại Việt Nam, không có nhiều nghiên cứu liên quan đến giới tính của CEO. Phần lớn các nghiên cứu đều tập trung làm rõ mối quan hệ giữa giới tính CEO và hiệu quả hoạt động hoặc rủi ro của công ty do CEO này điều hành. Ví dụ, Phan và cộng sự (2017) sử dụng mẫu nghiên cứu bao gồm 120 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và chỉ ra rằng, các công ty do nữ CEO điều hành không có khác biệt về hiệu quả hoạt động so với các công ty do nam CEO điều hành. Hoang và cộng sự (2019) cho thấy, công ty do nữ CEO điều hành có mức độ rủi ro ít hơn so với các công ty do nam CEO điều hành. Nghiên cứu của Vo và cộng sự (2020)

cũng tìm ra kết quả tương tự với hai nghiên cứu trên khi chỉ ra rằng, nữ CEO có thể giúp công ty có hiệu quả hoạt động tốt hơn và rủi ro thấp hơn so với nam CEO. Nghiên cứu này cũng khẳng định, các nữ CEO thường sử dụng ít đòn bẩy tài chính, nắm giữ ít tài sản hữu hình nhưng nắm giữ nhiều tiền mặt hơn.

Như vậy, chưa có một nghiên cứu nào được thực hiện để kiểm tra mối quan hệ giữa giới tính và thù lao CEO tại Việt Nam. Tuy nhiên, có một vài nghiên cứu cho thấy tồn tại tình trạng bất cân xứng về giới tính trong thu nhập tại Việt Nam. Chẳng hạn, Chowdhury và cộng sự (2018) chỉ ra rằng, nữ giới tại Việt Nam có thu nhập thấp hơn so với nam giới, mặc dù không có sự khác biệt về trình độ học tập giữa nữ giới và nam giới. Cunningham và cộng sự (2018) cũng cho thấy, mặc dù có sự giảm bất bình đẳng giới về thu nhập tại Việt Nam, nhưng nữ giới vẫn nhận lương thấp hơn nam giới. Như vậy, dựa vào phân tổng hợp ở trên và thực trạng bất bình đẳng giới về thu nhập đang tồn tại ở Việt Nam, nhóm tác giả phát triển giả thuyết nghiên cứu sau đây:

*Giả thuyết H1:* Nữ CEO nhận được khoản thù lao thấp hơn nam CEO.

#### **Dữ liệu nghiên cứu**

Bài viết sử dụng dữ liệu nghiên cứu gồm 53 công ty bất động sản niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội trong khoảng thời gian từ năm 2012 đến năm 2019. Thông tin về giới tính và thù lao CEO của các công ty này được thu thập trực tiếp từ báo cáo thường niên của công ty. Thông tin về dữ liệu tài chính của các công ty này được thu thập từ cơ sở dữ liệu FiinPro.

#### **Phương pháp nghiên cứu**

Dựa vào các nghiên cứu trước đây về mối quan hệ giữa giới tính và thù lao CEO, nhóm tác giả sử dụng mô hình hồi quy có dạng như sau:

$$CEO\_Compensation_{it} = f(CEO\_Gender_i, Control_{it}) \quad (1)$$

Trong đó,  $i$  và  $t$  lần lượt tương ứng là công ty  $i$  và năm  $t$ . Biến phụ thuộc của mô hình hồi quy (1) là tỷ số giữa thu nhập CEO trên tổng doanh thu công ty ( $CEO\_Compensation$ ). Giá trị của biến này càng cao hàm ý rằng, thù lao của CEO càng nhiều. Biến độc lập của mô hình hồi quy (1) là  $CEO\_Gender$ . Đây là biến nhị phân, nhận giá trị bằng 1 nếu CEO của công ty là nam và nhận giá trị bằng 0 nếu CEO của công ty là nữ.

Mô hình hồi quy (1) gồm các biến kiểm soát sau:

- (i) Đòn bẩy tài chính công ty (Leverage), được đo lường bằng tổng nợ trên tổng tài sản công ty;
- (ii) Đo lường quy mô công ty (Size), được tính bằng giá trị logarit tự nhiên của doanh thu thuần công ty;
- (iii) Tỷ số giữa lợi nhuận trước thuế và trước lãi vay trên tổng tài sản công ty ( $EBIT\_Assets$ );
- (iv) Tỷ số giữa tiền và tương đương tiền chia cho tổng tài sản doanh nghiệp ( $Cash\_Ratio$ ).

Ngoài các biến kiểm soát này, mô hình (1) cũng bao gồm các biến giả theo năm.

Dữ liệu của nghiên cứu này là dữ liệu bảng. Do đó, có thể ước lượng mô hình (1) bằng 3 phương pháp cơ bản là: phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất gộp,

**BẢNG 1: KẾT QUẢ THỐNG KÊ MÔ TẢ**

Biến	Số lượng quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
CEO_Compensation	329	0,007	0,024	>0,000	0,184
CEO_Gender	329	0,912	0,284	0,000	1,000
Leverage	329	0,480	0,206	0,014	0,911
Size	329	26,349	1,668	21,529	30,390
EBIT_Assets	329	0,038	0,056	-0,156	0,199
Cash_Ratio	329	0,025	0,031	0,001	0,184

**BẢNG 2: MA TRẬN HỆ SỐ TƯƠNG QUAN**

Biến	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(1) CEO_Compensation	1,000					
(2) CEO_Gender	0,048	1,000				
(3) Leverage	-0,124	-0,119	1,000			
(4) Size	-0,573	-0,165	0,305	1,000		
(5) EBIT_Assets	-0,316	-0,069	0,032	0,353	1,000	
(6) Cash_Ratio	-0,094	0,045	-0,064	0,111	0,210	1,000

**BẢNG 3: KẾT QUẢ ƯỚC LƯỢNG BẰNG PHƯƠNG PHÁP HỒI QUY CÁC NHÂN TỐ CỐ ĐỊNH**

Biến	Biến phụ thuộc: CEO_Compensation (1)
CEO_Gender	-0,010** (0,005)
Leverage	0,020 (0,016)
Size	-0,012*** (0,004)
EBIT_Assets	0,098** (0,045)
Cash_Ratio	-0,014 (0,016)
Constant	0,318*** (0,099)
Số lượng quan sát	329
Biến giả năm	Có
F-test	2,81***
R-squared	0,322

\*\*\*, \*\*, và \* lần lượt thể hiện mức ý nghĩa thống kê 1%, 5% và 10%.

**BẢNG 4: KẾT QUẢ ƯỚC LƯỢNG BẰNG PHƯƠNG PHÁP HỒI QUY SGMM**

Biến	Biến phụ thuộc: CEO_Compensation (1)
L.CEO_Compensation	0,488*** (0,067)
CEO_Gender	-0,047* (0,028)
Leverage	0,016 (0,039)
Size	-0,015** (0,007)
EBIT_Assets	-0,058 (0,108)
Cash_Ratio	0,317 (0,257)
Constant	0,440*** (0,192)
Số lượng quan sát	270
Biến giả năm	Có
AR(1) test (p-value)	0,104
AR(2) test (p-value)	0,115
Hansen test (p-value)	0,74

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

phương pháp hồi quy các nhân tố cố định và phương pháp hồi quy các nhân tố ngẫu nhiên. Nhóm tác giả lựa chọn phương pháp hồi quy các nhân tố cố định, bởi nó làm giảm được lo ngại về sự nội sinh gây ra do thiếu biến trong mô hình.

## KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Bảng 1 trình bày thống kê mô tả của các biến được sử dụng trong mô hình. Theo đó, CEO nhận được thù lao trung bình bằng khoảng 0,7% doanh thu thuần của công ty. Mức độ biến thiên của tỷ số thù lao CEO trên doanh thu thuần khá lớn, với giá trị độ lệch chuẩn bằng 2,4%, gấp hơn 3 lần giá trị trung bình của tỷ số này. Kết quả nghiên cứu cũng cho biết, đa phần các CEO trong mẫu nghiên cứu là nam giới. Cụ thể, khoảng 91% số lượng CEO trong mẫu nghiên cứu này là nam giới và chỉ có 9% số lượng CEO là nữ giới.

Bảng 2 trình bày ma trận hệ số tương quan của các biến được sử dụng trong mô hình (1). Theo đó, hệ số tương quan của các biến ở vế phải của mô hình (1) đều nhỏ hơn 0,7, hàm ý rằng mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến.

Bảng 3 trình bày kết quả ước lượng mô hình (1) bằng phương pháp hồi quy các nhân tố cố định. Hệ số của biến CEO\_Gender là âm và có ý nghĩa thống kê tại mức 5%. Điều này hàm ý rằng, nam CEO có thu nhập thấp hơn nữ CEO. Kết quả này giống với nghiên cứu của Lam và cộng sự (2013). Tuy nhiên, kết quả này không hỗ trợ giả thuyết 1 được đề cập ở trên. Điều này có thể được giải thích bởi 3 lý do. Lý do thứ nhất là do Việt Nam đang dần cải thiện được sự bất bình đẳng giới. Chỉ số bất bình đẳng giới (Gender Inequality Index) của Việt Nam đang có xu hướng giảm dần từ 0,313 vào năm 2012 xuống còn 0,296 vào năm 2019. Lý do thứ hai có thể là bởi ngành bất động sản là lĩnh vực cần kỹ năng đàm phán để đạt được những dự án lớn. Rất có thể nữ giới có đặc điểm là mềm mại hơn nam giới và do đó kỹ năng đàm phán cũng tốt hơn, dẫn tới việc có được nhiều dự án mới hơn. Lý do cuối cùng là kết quả hoạt động của các công ty do nữ CEO điều hành là tốt hơn.

Liên quan đến các biến kiểm soát, kết quả tại Bảng 3 cho biết, hệ số của biến Size là âm và có ý nghĩa thống kê. Điều này có thể được giải thích là do cách tính của các biến trong mô hình (1). Biến phụ thuộc được tính là tỷ số của thu nhập CEO

chia cho doanh thu thuần công ty, trong khi biến Size lại được tính bằng giá trị logarit tự nhiên của doanh thu thuần công ty. Do đó, khi doanh thu thuần tăng lên, thì biến phụ thuộc sẽ giảm đi do mẫu số của biến phụ thuộc sẽ tăng lên. Hệ số của biến EBIT\_Assets là dương và có ý nghĩa thống kê tại mức 5%. Điều này nghĩa là, khi các công ty có khả năng sinh lời tốt, thì thù lao của CEO cũng sẽ được tăng lên.

Để kiểm tra tính vững của kết quả nghiên cứu, nhóm tác giả ước lượng lại mô hình (1) bằng phương pháp hồi quy SGMM. Ưu điểm của phương pháp này là có thể giúp giải quyết được vấn đề nội sinh của mô hình. Kết quả được trình bày tại Bảng 4 chỉ ra rằng, hệ số của biến CEO\_Gender tiếp tục âm và có ý nghĩa thống kê. Kết quả này tương đồng với kết quả tại Bảng 3. Một kết quả đáng chú ý là, hệ số của biến độ trễ CEO\_

Compensation là dương và có ý nghĩa thống kê tại mức 1%. Điều này hàm ý rằng, thù lao CEO năm trước có mối tương quan dương với thù lao CEO năm sau.

## KẾT LUẬN

Sử dụng phương pháp hồi quy các nhân tố cố định, nghiên cứu đã chỉ ra rằng, nữ CEO có thu nhập cao hơn nam CEO tại các công ty niêm yết trong lĩnh vực bất động sản. Kết quả nghiên cứu này không đối khi sử dụng mô hình hồi quy SGMM để giải quyết vấn đề nội sinh.

Kết quả trên đã đóng góp thêm vào tổng quan nghiên cứu về mối quan hệ giữa giới tính và thù lao CEO. Mặc dù mẫu của nghiên cứu này chỉ giới hạn ở phạm vi CEO của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết, kết quả của nghiên cứu này cũng là một trong những cơ sở để khẳng định rằng, quá trình giảm bất bình đẳng giới về thu nhập tại Việt Nam đang đạt được những thành quả nhất định. Các nghiên cứu trong tương lai có thể mở rộng phạm vi nghiên cứu cho toàn bộ các doanh nghiệp tại Việt Nam. □

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Cunningham, W., Alidadi, F. Helle Buchhave, H. (2018). *Tương lai việc làm Việt Nam: Dưới góc nhìn giới*, Báo cáo trong khuôn khổ Chuyên đề Giới thuộc Chương trình Đối tác giữa Australia và Ngân hàng Thế giới - Giai đoạn 2 (ABPII)
2. Phan Bùi Gia Thủy, Trần Thị Tú Anh, Trần Thành (2017). Ảnh hưởng của đặc điểm tổng giám đốc điều hành đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, *Tạp chí Khoa học Đại học Mở TP. Hồ Chí Minh*, 55(4), 51-63
3. Adams, S. M., Gupta, A., Haughton, D. M., Leeth, J. D. (2007). Gender differences in CEO compensation: Evidence from the USA, *Women in Management Review*, 22(3), 208-224
4. Bertrand, M., Hallock, K. F. (2001). The gender gap in top corporate jobs, *Industrial and Labor Relations Review*, 55(1), 3-21
5. Bugeja, M., Matolcsy, Z. P., Spiropoulos, H. (2012). Is there a gender gap in CEO compensation?, *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 849-859
6. Chowdhury, I., Johnson, H. C., Mannava, A. Perova, E. (2018). *Gender gap in earnings in Vietnam: why do Vietnamese women work in lower paid occupations?*, retrieved from <http://documents.worldbank.org/curated/en/434081536298108182/pdf/128839-WP-VIETNAMESE-PUBLIC-WB-Future-Jobs-Gender-Dimension-VIE.pdf>
7. Faccio, M., Marchica, M. T., Mura, R. (2016). CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation, *Journal of Corporate Finance*, 39, 193-209
8. Geiler, P., Renneboog, L. (2015). Are female top managers really paid less?, *Journal of Corporate Finance*, 35, 345-369
9. Hoang, T. T., Nguyen, C. V. Van Tran, H. T. (2019). Are female CEOs more risk averse than male counterparts? Evidence from Vietnam, *Economic Analysis and Policy*, 63, 57-74
10. Jordan, C. E., Clark, S. J. Waldron, M. A. (2007). Gender bias and compensation in the executive suite of the Fortune 100, *Journal of Organizational Culture, Communications and Conflict*, 11(1), 19-29
11. Khan, W. A. Vieito, J. P. (2013). CEO gender and firm performance, *Journal of Economics and Business*, 67, 55-66
12. Lam, K. C., McGuinness, P. B., Vieito, J. P. (2013). CEO gender, executive compensation and firm performance in Chinese-listed enterprises, *Pacific-Basin Finance Journal*, 21(1), 1136-1159
13. Mohan, N., Ruggiero, J. (2003). Compensation differences between male and female CEOs for publicly traded firms: a nonparametric analysis, *Journal of the Operational Research Society*, 54, 1242-1248
14. Zeng, S. Wang, L. (2015). CEO gender and corporate cash holdings. Are female CEOs more conservative?, *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 22(4), 449-474
15. Vo, L. V., Nguyen, H. T. H., Le, H. T. T. (2020). Do female CEOs make a difference in firm operations? Evidence from Vietnam, *Accounting and Finance*, retrieved from <https://doi.org/10.1111/acfi.12634>